



〔投資研究報告〕

2026/7/29

長榮：油價利空被高估

目錄

- 一、燃油通膨：利潤侵蝕有限，波動仍未結束
- 二、美西率先失速：第三季需求被提前借用
- 三、紅海復航：方向已轉，速度仍有爭議
- 四、估值：0.74 倍本淨比缺乏安全邊際保證

美西結算運價重挫，需求透支接管定價

2026/7/29 新光投顧

油價對貨櫃航商的近端壓力已經下降。布蘭特原油由 7 月 23 日盤中 95.30 美元回落至 7 月 28 日收盤 84.14 美元，五個交易日下降約 12%；燃油成本最壞情境暫時退潮。中東風險仍未解除，中油自 7 月 27 日起調高汽、柴油價格，7 月 24 日 SCFI 波斯灣線亦逆勢上漲 7.45%，顯示油價與區域航線仍可能隨戰事反覆。

燃油利空的實際量級低於市場直覺。市場估計低硫燃油每噸上漲 100 美元，美西與歐洲航線每 FEU 成本約增加 100 美元；對照 7 月 24 日美西 5,535 美元、美東 8,040 美元的全包運價，成本增量僅約占 1%至 2%。SCFI 本身已包含燃油、緊急燃油、戰爭、旺季與港口壅塞等附加費，不能再把 BAF 額外加回運價。

真正的空方訊號來自運價方向。SCFI 由 7 月 3 日 3,326.87 點降至 7 月 24 日 3,062.95 點，連續三周下跌；四條長程航線同步走弱。更具交易意義的上海出口貨櫃結算運價指數顯示，7 月 27 日美西線單周下跌 15.9%。即期報價下滑已開始進入實際結算，關稅前置拉貨對第三季需求的透支正在兌現。

紅海復航已從測試進入部分航線的結構調整。馬士基與赫伯羅特將 Gemini 聯盟 AE15 航線由好望角改回蘇伊士運河；馬士基將此定義為逐步重返跨蘇伊士航道的一環。紅海危機前約有全球 10%海運貿易量通過該區，繞行好望角使亞洲—歐洲航程增加約 10 至 14 天；全面復航估計可降低全球貨櫃船需求約 6%至 8%。

復航仍具高度可逆性。近期曼德海峽日通行量一度由 44 艘降至 29 艘，遠低於危機前每日 65 至 72 艘；胡塞攻擊、戰爭險與航商安全標準都可能中斷復航。Jyske Bank 分析師預估多數船隊可能於年底前重返紅海，屬市場情境推演，並非馬士基正式時程指引。

長榮 7 月 28 日收 200 元，對應第一季每股淨值 268.71 元、本淨比 0.74 倍。該水位提供資產評價參考，缺乏下檔保證。運價進入下行週期時，市場會先折價未來 ROE 與淨值累積，0.5 至 0.6 倍本淨比仍屬合理壓力情境。

投資定調：中性，等待需求止跌。

油價利空已被高估，尚不足以建立「紅海受益者被錯殺」的多頭結論。長榮當前最大的風險來自美線需求透支；最大的終值變數來自 Gemini 聯盟是否擴大蘇伊士航線。SCFI 與美西結算運價止跌前，200 元接近基準估值，缺乏追價條件。

目錄

- 一、 燃油通膨：利潤侵蝕有限，波動仍未結束
- 二、 美西率先失速：第三季需求被提前借用
- 三、 紅海復航：方向已轉，速度仍有爭議
- 四、 估值：0.74 倍本淨比缺乏安全邊際保證

一、 燃油通膨：利潤侵蝕有限，波動仍未結束

貨櫃航商的獲利取決於全包運價與單箱成本的利差。油價上漲會提高燃油支出，航商也會透過燃油附加費、緊急附加費與一般運價調整進行轉嫁。

7 月 24 日主要航線價格如下：

航線	SCFI 報價	單周變動
歐洲	3,155 美元 / TEU	-1.87%
地中海	4,351 美元 / TEU	-2.77%
美西	5,535 美元 / FEU	-3.25%
美東	8,040 美元 / FEU	-1.62%
波斯灣	4,584 美元 / TEU	+7.45%

低硫燃油每噸上漲 100 美元、單箱成本增加約 100 美元的情境下，美西燃油增量約占運價 1.8%，美東約占 1.2%。航商仍需負擔繞行增加的船舶、租金與人力成本，單純把燃油增量除以運價只反映第一層壓力；數字仍足以證明油價尚非當前毛利的主導因素。

SCFI 已包含各類附加費。未來財務驗證應直接觀察：

- 單箱平均收入；
- 單箱燃油及航行成本；
- 營業毛利率；
- 燃油附加費調整後的實收率。

布蘭特原油跌回 84 美元附近降低近端成本，中東風險仍具跳升能力。7 月 23 日油價曾短暫突破 95 美元，7 月 27 日至 28 日又因美伊談判預期快速回落；油價的財務影響更接近波動率風險，缺乏穩定的單向趨勢。

二、美西率先失速：第三季需求被提前借用

SCFI 連三跌尚可解讀為高檔整理，美西結算運價單周下跌 15.9%則提高需求反轉的可信度。SCFIS 反映已完成結算的市場價格，比船公司公告價與一般即期報價更接近實際收入；公告 GRI 能否轉為結算價，決定航商能否保住第三季毛利。

美西線是需求透支的最敏感指標。該航線無須通過紅海或蘇伊士運河，先前上漲主要來自：

- 美國關稅生效前的提前拉貨；
- 歐洲繞行造成的全球船舶調度排擠；
- 港口壅塞及加班船不足；
- 旺季前的庫存補充。

其中只有第二項與紅海形成間接關係。搶運潮結束後，美西缺乏歐洲線的物理繞行支撐，運價下跌速度可能快於歐洲與美東。

6 月至 7 月的高運量，同時包含真實終端需求與未來訂單前置。兩者不能重複計算。第三季傳統旺季若未能補上提前拉貨留下的缺口，貨量、裝載率與結算價會同步下滑。

美線需求判別

指標	旺季接棒	需求透支
SCFIS 美西	跌幅收斂、轉正	再跌 10%以上
SCFI 美西	守住 5,500 美元	跌破 5,000 美元
SCFI 美東	守住 8,000 美元	跌破 7,000 美元
加班船	船位仍緊	加班船增加、折價搶貨
GRI	實際結算價跟進	公告調漲、實收價格續跌
裝載率	旺季維持滿艙	拉貨後出現空艙

長榮 6 月營收 391.41 億元，月增 12.94%、年增 30.01%；上半年營收 1,916.68 億元，仍年減 2.44%。第二季運價回升已進入營收，全年需求尚未形成全面擴張。

現階段對長榮 EPS 威脅最大的路徑為：美西結算價續跌、第三季裝載率下降、歐洲線因復航增加供給。油價回升只會加速這條路徑，缺乏獨立主導能力。

三、紅海復航：方向已轉，速度仍有爭議

紅海危機前，約有全球 10% 海運貿易量通過紅海及蘇伊士航道。貨櫃船繞行好望角延長 10 至 14 天，需投入更多船舶維持相同班次，形成有效運力吸收。馬士基與赫伯羅特已將 AE15 航線結構性改回跨蘇伊士路徑。這項安排超過單船試航，代表航商開始把紅海重新納入正常網路規畫。馬士基仍將行動描述為漸進式回歸，赫伯羅特亦強調具可逆性。

市場對復航速度存在兩種情境：

漸進復航

少數航線恢復，其餘主幹服務維持好望角路徑。安全評估、保險成本、港口承載與客戶接受度限制轉換速度。運價紅利逐季折舊，缺乏一次性崩潰。

年底前擴大復航

Jyske Bank 分析師 Haider Anjum 認為，AE15 是全面恢復的第一步，多數船隊可能在年底前重返紅海。若此情境兌現，亞洲—歐洲航程縮短，全球貨櫃船需求估計下降 6% 至 8%；疊加新船交付後，供需會快速轉為航商不利。

安全惡化、復航中止

胡塞攻擊、曼德海峽封鎖或主流航商船舶遇襲，將迫使已恢復航線重新繞行。近期曼德海峽通行量仍遠低於危機前水準，中東安全尚未達到可全面正常化的條件。

本報告的主觀情境權重：

情境	機率	對長榮影響
部分、漸進復航	50%	高運價逐季下修，估值維持折價
中東再度惡化	30%	繞行紅利延長、運價重新上升
年底前廣泛復航	20%	有效運力集中釋放、EPS 與本淨比雙降

復航已具方向性，尚未成為確定的終值崩解。估值模型應縮短紅海紅利的存續期，同時保留安全事件使繞行重新擴大的機率。

四、估值：0.74 倍本淨比缺乏安全邊際保證

長榮 2026 年第一季營收 865.11 億元、歸母淨利 83.04 億元、EPS 3.84 元；歸屬母公司權益 5,817.60 億元，每股淨值 268.71 元。公司 2025 年 EPS 為 31.68 元，2026 年 6 月 17 日除息 16 元。

7 月 28 日收盤 200 元，對應本淨比 0.74 倍。此估值隱含市場預期：

- 第二季獲利受高運價支撐；
- 第三季運價逐步回落；
- 紅海部分復航、尚未全面正常化；
- 2027 年 ROE 低於 2025 至 2026 年高峰。

本淨比只能衡量市場對未來 ROE 的折價。運價崩跌、EPS 下修及新船供給進入市場時，股價可以低於帳面價值很長時間。

本淨比壓力測試

情境	合理本淨比	對應價格	主要條件
極端壓力	0.50 ~ 0.60 倍	134 ~ 161 元	全面復航、SCFI 跌破 2,200、2027 獲利重挫
下行情境	0.60 ~ 0.70 倍	161 ~ 188 元	美西跌破 4,500、SCFI 跌破 2,800
基準情境	0.70 ~ 0.80 倍	188 ~ 215 元	運價高檔回落、復航維持漸進
樂觀情境	0.85 ~ 0.95 倍	228 ~ 255 元	SCFI 重回上漲、復航中止、旺季貨量接棒

200 元位於基準區間中段，缺乏深度折價。凱基最新目標價 246 元、長榮維持「持有」，約對應 0.92 倍第一季淨值，已接近樂觀情境；陽明目標價 68 元、萬海 97 元，兩者維持較高的運價與估值修復彈性。

市場估計下一年度股息 13 元，200 元對應 6.5% 前瞻殖利率。該數字依賴全年 EPS 與配息率，不能充當股價底部。SCFI 與 EPS 下修時，預估股息會同步下降。

7 月 24 日大盤重挫期間，長榮、陽明與萬海分別上漲 1.23%、1.98% 及 2.96%；長榮至 7 月 28 日已回落至 200 元，低於 7 月 24 日收盤 206 元。單日逆勢表現更符合資金由 AI 轉進低本淨比族群的流動性防禦，基本面重估尚未形成延續。

交易閘門

加碼條件

以下五項至少三項成立：

1. SCFI 連續兩周止跌；
2. SCFIS 美西不再出現雙位數跌幅；
3. 美西守住 5,000 美元、美東守住 7,000 美元；
4. 8 月裝載率維持高檔、GRI 進入實際結算價；
5. Gemini 聯盟未增加亞洲—歐洲主幹復航服務。

降低部位條件

- SCFI 跌破 2,800 點；
- 美西跌破 5,000 美元後續跌；
- 美西 SCFIS 再度單周下跌 10% 以上；
- AE12 或更多 Gemini 主幹航線恢復蘇伊士；
- 航商提出全面復航的正式時程；
- 油價重回 100 美元，歐美全包運價仍同步下跌；
- 長榮 2027 年 EPS 與股息預估開始集中下修。

結論

長榮的油價利空遭到高估。低硫燃油每噸上漲 100 美元，單箱成本增量約 100 美元，相對目前數千美元的歐美線全包運價仍屬個位數百分比；布蘭特原油也已由 95 美元以上回落至 84 美元附近。中東風險未解除，燃油目前屬波動變數，尚未成為毛利的主導因素。

需求透支已進入可觀察數據。SCFI 連續三周下跌，美西結算運價 7 月 27 日單周下降 15.9%。美西缺乏紅海繞行的直接支撐，是關稅提前拉貨是否借用第三季需求的最靈敏指標。

紅海復航介於方向確認與規模不確定之間。AE15 已結構性轉回蘇伊士，市場開始縮短繞行紅利的估值年限；胡塞威脅、通行量低迷及保險成本仍使全面復航具高度可逆性。年底前廣泛恢復屬可交易的風險情境，尚非公司正式指引。

長榮 200 元對應 0.74 倍本淨比，位於基準情境中段。資產價值與潛在股息提供持有收益，缺乏景氣反轉時的絕對保護。SCFI 跌破 2,800 點或紅海主幹航線擴大復航，本淨比可能向 0.5 至 0.6 倍壓縮。

部位定調維持中性。油價下跌只能排除一項空方因素，無法抵銷美線結算價失速。錯殺成立需要運價止跌與復航停滯兩項證據；目前兩者均未完成。現有部位可持有，新增資金等待 SCFI 與 SCFIS 確認，紅海與高殖利率題材均不構成追價理由。

點我加入新光證券官方 Line 帳號，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告